

CESSIONS TEMPORAIRES EN PERIODE D'ASSEMBLEE GENERALE

Consultation de la Direction Générale du Trésor

- Réponse de l'AMAFI -

1. La Direction Générale du Trésor (DGT) a mis en consultation publique, du 5 mars au 2 avril 2010, une modification qu'elle propose d'apporter au Code de commerce par l'ajout, dans une section consacrée aux assemblées d'actionnaires, d'un nouvel article L. 225-126. La disposition proposée vise à introduire une obligation d'information à la charge de tout actionnaire détenant, trois jours avant l'assemblée générale, plus de 2% des droits de vote de la société à la suite d'une opération de cession temporaire de titres. Un régime de sanction serait mis en place pour permettre de priver de droits de vote (jusqu'à la revente ou la restitution des titres) tout emprunteur contrevenant et de réclamer, devant le tribunal de commerce, une suspension de l'ensemble des droits de vote qu'il détient pour une durée maximale de cinq ans. Cette proposition vise à mettre en œuvre l'une des recommandations du Rapport Mansion de janvier 2008¹.

2. L'AMAFI souhaite formuler quelques observations en relation avec la proposition ainsi faite, observations qui sont complétées, dans la note jointe (*10-17b*), par quelques propositions de modifications de texte. Au préalable, elle souhaite à nouveau faire observer, comme elle l'a fait lors de précédentes consultations², que le **délai de 4 semaines** qui est consenti pour la présente consultation est **très court**, au regard de la contribution constructive et argumentée, qu'elle souhaite, comme les autres parties concernées, pouvoir fournir à la DGT.

L'AMAFI a déjà et continuera à faire preuve de réactivité chaque fois que les circonstances l'exigeront. En l'espèce, même si elle comprend que la démarche de la DGT est motivée par la possibilité d'inclure cette réforme dans le projet de loi de régulation bancaire et financière qui doit être examiné prochainement par le Parlement, elle observe que la matière dont il s'agit, issue des réflexions du rapport Mansion précité, n'est pas récente et que le projet de loi en question est, quant à lui, déposé sur le bureau de l'Assemblée nationale depuis le 16 décembre 2009. Il lui semble donc qu'il aurait dû être possible de permettre un délai de consultation en amont un peu plus long et donc plus à même de permettre à la concertation souhaitée de s'exercer dans de meilleures conditions. L'Association considère en tout état de cause nécessaire pour l'avenir que l'urgence ne devienne pas la règle au risque d'un appauvrissement des contributions reçues dans le cadre des consultations publiques.

¹ Rapport sur les opérations de prêt-emprunt de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires - Janvier 2008

² Cf. notamment réponses *AMAFI / 09-41* du 30 juin 2009 à la consultation de la DGTPE sur la réforme des offres publiques et *AMAFI / 08-48a* du 14 novembre 2008 à la consultation sur le projet d'ordonnance Transparence.

➤ **Les opérations de prêt-emprunt de titres sont utiles au bon fonctionnement du marché**

3. L'AMAFI souhaite avant toute chose rappeler que les opérations de prêt-emprunt de titres sont utiles au bon fonctionnement du marché, comme cela a d'ailleurs été reconnu par l'ensemble des participants au groupe de travail ayant contribué à l'élaboration du Rapport Mansion³.

➤ **Favoriser la transparence des opérations de prêt-emprunt de titres en période d'assemblée est justifié pour autant que les contraintes qui en résultent restent proportionnées à l'objectif poursuivi**

4. L'AMAFI ne conteste pas que dans certains cas, cette technique peut être utilisée par des emprunteurs qui souhaitent agir de façon ponctuelle afin d'influencer le déroulement d'une assemblée et le résultat d'un vote et que ces pratiques d' « *empty voting* », qui consistent à dissocier la propriété de l'action du risque économique, peuvent présenter des inconvénients réels en amoindrissant la transparence dont le marché a besoin pour son bon fonctionnement.

5. Même s'il doit être rappelé au préalable que de telles techniques sont parfaitement légales, dès lors que le prêt de titres, régi par les dispositions du Code civil sur le prêt de consommation⁴, transfère à l'emprunteur la propriété des titres avec les risques qui s'y attachent⁵, elle peuvent justifier une transparence accrue en période d'assemblée devant permettre à l'émetteur ainsi qu'au marché d' « *identifier les acteurs qui détiennent réellement un pouvoir décisionnaire lors des assemblées générales d'actionnaires* »⁶.

6. Cette transparence doit toutefois être encadrée de façon à atteindre l'objectif souhaité sans imposer de contraintes disproportionnées.

A cet égard, l'AMAFI considère que la proposition du Trésor, consistant en une information préalable au plus tard 3 jours avant la date d'une assemblée générale, est une proposition mesurée qu'elle approuve de ce fait. Elle considère en effet que, sous réserve de certaines évolutions indiquées ci-après, c'est un moyen de satisfaire la préoccupation manifestée par les émetteurs sans induire pour autant des obligations disproportionnées à la charge des établissements financiers, qu'ils agissent en tant que teneurs de comptes ou qu'intervenants n'ayant pas l'intention d'exercer les droits de vote.

On peut, cela étant, s'interroger sur la pertinence et l'opportunité d'un régime légal applicable à tous les émetteurs sans distinction et sans prise en compte, dans chaque cas, de son utilité réelle, eu égard notamment à la structure de l'actionariat de l'émetteur concerné. Ainsi une possibilité pourrait être de laisser le choix à chaque émetteur, d'adopter, s'il le souhaite, dans ses statuts, un mécanisme de déclaration similaire à celui qui est proposé au niveau de la loi. Un tel système n'est pas, cela

³ Cf. Rapport Mansion précité, p. 2 « *Quelle que soit la solution envisagée, la contribution du prêt de titres au bon fonctionnement du marché notamment en ce qu'il concourt à sa liquidité, a été réaffirmée par l'ensemble des participants du groupe. Le prêt de titres constitue en effet l'une des techniques permettant de parfaire la fluidité des transactions boursières en multipliant le nombre de titres susceptibles d'être offerts sur le marché. De surcroît, il permet aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières de satisfaire avec une plus grande souplesse aux exigences de répartition des risques qui leur sont imposées. Il peut encore être utilisé comme mécanisme de financement ou de refinancement* ».

⁴ Code civil, art. 1892 à 1904

⁵ Code civil, art. 1893 : « *Par l'effet de ce prêt, l'emprunteur devient le propriétaire de la chose prêtée ; et c'est pour lui qu'elle périclite, de quelque manière que cette perte arrive* ».

⁶ Note explicative jointe aux textes soumis à consultation.

étant, sans inconvénients, en ce qu'il obligerait les détenteurs d'actions acquises dans le cadre d'opérations de cessions temporaires à suivre précisément les éventuelles évolutions statutaires des émetteurs dans le capital desquels ils investissent.

➤ **L'obligation d'information ne peut s'appliquer aux actions détenues dans le cadre d'activités exclusives de l'exercice du droit de vote**

7. Dans la mesure où l'objectif de la déclaration qu'il est proposé d'instituer est de permettre d'identifier les détenteurs d'actions qui ont la possibilité et l'intention de voter à une assemblée d'actionnaires grâce aux actions qu'ils ont acquises dans le cadre d'une opération de cession temporaire, cette obligation n'a pas de sens pour les actionnaires qui détiennent ces actions dans le cadre d'activités qui par nature sont exclusives de l'exercice du droit de vote. Tel est ainsi le cas des actions détenues par un prestataire de services d'investissement dans son portefeuille de négociation. C'est d'ailleurs en constatation de cet effet que l'article L. 233-7, IV du Code de commerce, exempte ces actions de « *trading* » des obligations de déclarations de franchissements de seuils, dès lors que « *les droits de vote attachés à ces titres ne soient pas exercés ni autrement utilisées pour intervenir dans la gestion de l'émetteur* ». Certes, dans le cas des cessions temporaires, la sanction prévue étant la privation des droits de vote, les PSI pourraient s'exonérer de déclaration puisque par définition ils n'exercent pas ces droits de vote⁷. Toutefois, cette possibilité ne peut être jugée satisfaisante : les établissements concernés ont en effet une obligation générale de se conformer à l'ensemble des dispositions législatives et réglementaires qui leur sont applicables, nonobstant l'absence de sanction réelle.

Il serait donc tout à fait justifié d'étendre le champ de l'exemption précitée en matière de déclaration de franchissements de seuils à la nouvelle obligation d'information de l'article L. 225-126. Les quatre exemptions prévues au paragraphe IV de l'article précité L. 233-7 pourraient d'ailleurs, pour les mêmes raisons, s'appliquer à cette nouvelle obligation d'information. Il est donc proposé de modifier légèrement l'article L. 223-7, IV du Code de commerce, conformément au texte proposé dans la note jointe (*10-17b*), pour y viser également la nouvelle obligation de l'article L. 225-126.

➤ **Le champ d'application de l'obligation d'information ne doit laisser place à aucun doute**

8. Sous la réserve de l'exemption proposée au paragraphe 7 ci-dessus, le champ d'application de la nouvelle déclaration paraît justifié sous réserve de deux commentaires destinés à s'assurer qu'aucune ambiguïté ne subsiste.

En premier lieu, on peut s'interroger sur l'utilisation de la notion de « *cession temporaire* » s'agissant d'une obligation qui pèse sur l'emprunteur. Il faut admettre, cela étant dit, que cette notion est employée dans d'autres dispositions (notamment à l'article L. 233-9, 6° du Code de commerce relatif aux franchissements de seuils) et qu'il est important d'assurer une cohésion entre les textes.

En second lieu – et ce point semble beaucoup plus important – la référence, plus large, à « *toute opération lui donnant le droit ou lui faisant obligation de revendre ou de restituer ces actions* » n'est pas satisfaisante pour deux raisons. D'abord, elle peut laisser croire qu'entre dans le champ ainsi défini, toute opération, assortie d'une option obligeant l'acquéreur à revendre les actions acquises, non pas seulement à son vendeur (comme l'indique le terme « *restituer* ») mais également à un tiers

⁷ Sous réserve qu'il soit tenu compte du commentaire figurant aux paragraphes 15 et 16 ci-après.

(le terme « *revendre* » n'étant pas précis quant au bénéficiaire de l'obligation en question). Par ailleurs, inclure les opérations donnant simplement le « droit » à l'acquéreur de revendre ses actions ne confère pas à une telle opération, lors de sa signature, le caractère temporaire qui constitue le critère fondamental pour l'assujettissement à cette obligation de déclaration.

Il serait donc utile, pour éviter toute ambiguïté quant au champ de l'obligation en question, de modifier légèrement la terminologie proposée en précisant que la revente ou la restitution a lieu au profit du cédant et que seules entrent dans le champ de cette obligation, les opérations faisant « obligation » au cédant de revendre ou restituer les actions en question. Une proposition de rédaction en ce sens figure dans la note jointe (10-17b).

➤ **La date de la déclaration doit correspondre à l'objectif recherché**

9. L'objectif de la nouvelle déclaration, comme cela a été évoqué plus haut, est de permettre d'identifier les détenteurs d'actions qui ont la possibilité de voter à une assemblée d'actionnaires grâce aux actions qu'ils ont acquises dans le cadre d'une opération de cession temporaire. Il ne s'agit donc pas d'instaurer une obligation générale de déclaration, à tout moment, de la détention d'actions acquises dans le cadre d'une opération entrant dans le champ précité, mais simplement de « figer » une situation donnée à la date à laquelle la détention d'actions acquises dans ce cadre peut conférer, de façon certaine, le droit de voter à la prochaine assemblée générale. Ce résultat doit être atteint en évitant de multiplier les déclarations, source de complexité et de coûts. La date qu'il faut prendre en compte est donc bien celle que propose le Trésor, qui correspond à la date prévue à l'article R. 225-85⁸ du Code de commerce, souvent appelée dans la pratique « *record date* ».

10. On observe toutefois une divergence, peut-être involontaire, de langage entre le texte de l'article R. 225-85 précité qui parle du « *troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure* » et celui, proposé par le Trésor, qui se réfère au « *troisième jour de bourse précédant l'assemblée à zéro heure* ». En pratique, ces deux notions ne se recouvrent pas⁹. Il paraît donc important de reprendre précisément la définition de l'article R. 225-85 et de se référer en conséquence au « *troisième jour ouvré précédant (...)* ».

11. Par ailleurs, il devrait être tenu compte du fait que certains actionnaires, au nombre desquels peuvent figurer des emprunteurs, exercent leur droit de vote par l'envoi d'un formulaire de vote préalablement à l'assemblée générale. De la même façon, il devrait sans doute également être tenu compte du fait que le vote par voie électronique, via un site Internet, est désormais possible¹⁰. De ce fait, il pourrait être précisé que l'obligation d'information s'applique « *au moment de l'envoi du formulaire de vote ou de la procuration [ou à réception de la convocation par télécommunication électronique ou des éléments d'authentification nécessaires au vote par Internet] et, [dans tous les cas], au plus tard le troisième jour (...)* ».

⁸ Code de commerce, art. R. 225-85 : « *Il est justifié du droit de participer aux assemblées générales des sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou aux opérations d'un depositaire central par l'enregistrement comptable des titres au nom de l'actionnaire ou de l'intermédiaire inscrit pour son compte en application du septième alinéa de l'article L. 228-1, au troisième jour ouvré précédant l'assemblée à zéro heure, heure de Paris, soit* ».

⁹ Ainsi, par exemple, le vendredi saint, comme le 26 décembre, sont, en France, des jours ouvrés alors qu'ils ne sont pas des jours de bourse, tandis que le 15 août est un jour de bourse alors qu'il n'est pas un jour ouvré.

¹⁰ Code de commerce, art. R. 225-61.

➤ **Le mode de calcul du seuil de 2% doit être clarifié**

12. L'objectif - il faut le rappeler encore une fois - est d'identifier tout actionnaire qui, par le biais d'une opération de cession temporaire de titres, acquiert une participation significative des droits de vote d'un émetteur lui permettant, le cas échéant, d'exercer une influence significative sur le déroulement d'une assemblée et le résultat d'un vote. Dans cette perspective, il va de soi que l'évènement déclencheur de l'obligation d'informer doit être lié à la seule acquisition d'un tel pourcentage de droits de vote par le biais d'une opération de cession temporaire, sans que n'ait besoin d'être prise en compte les droits de vote détenus par ailleurs au titre d'autres types d'opérations. Il ne s'agit en effet en aucune façon d'instaurer un nouveau seuil légal dont le franchissement devrait donner lieu à déclaration, étant rappelé que le premier seuil légal est fixé à 5% du capital et des droits de vote¹¹ et que lors des travaux de Place ayant abouti à l'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009, le choix avait été fait délibérément de ne pas abaisser ce premier seuil.

13. Dès lors, il est important que le texte proposé reflète bien cette volonté, sans ambiguïté aucune. Or la proposition de la DGT ne paraît pas totalement claire à cet égard, l'expression utilisée (« (...) toute personne qui détient (...) à la suite d'une opération de cession temporaire (...) ») étant de nature à faire naître un doute, toujours préjudiciable à la bonne application du texte.

Aussi il est proposé, comme cela apparaît dans la note jointe (*10-17b*) de modifier le texte proposé en se référant à « toute personne qui a acquis, seule ou de concert, par le biais d'une opération de cession (...) » et en ajoutant « à titre temporaire » à la fin de cette phrase, de façon à faire apparaître que seules les détentions résultant des opérations en question doivent être prises en compte pour le calcul du seuil de 2% des droits de vote.

➤ **Le dispositif de sanction ne doit pas risquer d'invalider a posteriori des décisions prises en assemblée générale**

14. L'AMAFI estime que la sanction de la privation des droits de vote pour toute personne qui n'effectuerait pas la déclaration en question est parfaitement justifiée dans la mesure où cette déclaration est bien liée à l'exercice du droit de vote, même si une telle sanction peut s'avérer inefficace à l'égard de « contrevenants » délibérés qui, dans une optique « court-termiste » de vote à l'assemblée, auront très probablement recédé leurs actions immédiatement après l'assemblée générale. Mais lorsque cette sanction a lieu de s'appliquer, l'intérêt des émetteurs, auquel l'AMAFI ne peut que s'associer, est sans doute que cette privation ne puisse pas remettre en cause a posteriori et dans un laps de temps qui peut éventuellement être long, des délibérations prises en violation de ces dispositions et ce, en application de l'article L. 235-2-1 du Code de commerce¹².

Il paraîtrait donc opportun de prévoir un mécanisme proche de celui prévu pour la sanction des déclarations de franchissements de seuils statutaires à l'article L. 233-7, VI du Code de commerce¹³.

¹¹ *Code de commerce, art. L. 233-7*

¹² *Code de commerce, art. L. 235-2-1* : « Les délibérations prises en violation des dispositions régissant les droits de vote attachés aux actions peuvent être annulées ».

¹³ *Code de commerce, art. L. 233-7, VI* : « En cas de non respect de l'obligation d'information mentionnée au III, les statuts de la société peuvent prévoir que les dispositions des deux premiers alinéas de l'article L. 233-14 ne s'appliquent qu'à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction du capital ou des droits de vote de la société émettrice au moins égale... »

Aussi, est-il proposé que la demande de privation des droits de vote émane soit de la société soit d'un ou plusieurs actionnaires détenant une participation significative (le seuil de 2% des droits de vote peut être retenu à cet effet) qui en feraient la demande justifiée et consignée dans le procès-verbal de l'assemblée d'actionnaires concernée. Ainsi le bureau de l'assemblée se prononcerait immédiatement sur ces demandes et la question de la nullité serait définitivement purgée.

➤ **Le Tribunal de commerce ne peut sanctionner qu'un actionnaire ayant exercé son droit de vote sans avoir déclaré les actions concernées**

15. L'esprit du texte qui est proposé n'est pas d'imposer aux détenteurs d'actions acquises dans le cadre d'opérations de cession temporaire de les déclarer systématiquement. Il est uniquement de contraindre de tels détenteurs, à l'approche d'une assemblée, à se déclarer, de façon à être identifiés avant qu'ils ne prennent part au vote. Cette déclaration est donc étroitement liée à la perspective du vote en assemblée générale. Dès lors, la sanction – qui très logiquement consiste en la privation des droits de vote – ne peut toucher que les « *emprunteurs contrevenants* »¹⁴ c'est-à-dire ceux qui s'étant abstenus d'effectuer ladite déclaration ont néanmoins voté à une ou plusieurs assemblées.

16. Le texte qui est proposé au III du nouvel article L. 225-126 donne toutefois à penser que le simple fait pour un actionnaire de ne pas avoir effectué la déclaration d'information pourrait permettre au Tribunal de suspendre l'ensemble ses droits de vote pour une durée pouvant aller jusqu'à cinq ans, qu'ils soient détenus ou non au titre d'une cession temporaire. Une telle possibilité est contraire à l'esprit de la réforme qui est proposée.

Il est donc très important de modifier le texte - de la façon proposée dans la note jointe (10-17b) - afin de prévoir clairement que cette sanction ne peut s'appliquer que si l'emprunteur défaillant dans son obligation de déclaration a exercé les droits de vote afférents auxdites actions. Dans l'hypothèse où l'exemption demandée au paragraphe 7 ci-dessus pour les activités – telle l'activité de « trading » – exclusives par nature de l'exercice du droit de vote, ne serait pas accordée, la modification demandée au III apparaît encore plus importante faute de quoi, la réforme proposée aboutirait à alourdir considérablement les contraintes pesant sur certaines activités et donc sur certains acteurs sans justification aucune par rapport à l'objectif recherché.

En outre, on peut s'interroger sur la nécessité d'encadrer la possibilité d'un recours devant le Tribunal de Commerce dans un délai assez court (peut-être six mois après l'assemblée au cours de laquelle le « contrevenant » a voté) de façon à éviter qu'une procédure engagée tardivement affecte de façon trop prolongée dans le temps l'exercice de droits de vote au sein des assemblées à venir d'un émetteur.



¹⁴Expression justement utilisée par la DGT dans sa note explicative.